



| 건설기계 |

진성티이씨(036890.KQ)

Make Jinsung Great Again

2H25 Preview: 2H25, 동사는 직전 동기 대비 64.0% 증가한 3,401억 원의 매출을 기록할 전망이다. 미국 내 건설 업황이 개선되고 있으며, 이를 통해 증폭되는 전방 산업의 수혜는 동사에 집중될 것이다. 또한 신공장 완공으로 증가한 CAPA를 통해 폭발적 수요가 모두 실적으로 전환될 전망이다.

Purpose of the Report

본 보고서의 작성 목적은 다음 주주들을 발굴하여 합리적인 커버리지를 제시하는 것이다. 이에 Top-Down 방식의 분석을 진행했고, 우호적인 매크로 환경을 근거로 건설기계 부품 산업이 시장을 아웃퍼폼할 것으로 판단했다. 특히 현 시점에서 실적 성장 가시성과 주가 모멘텀이 가장 두드러지는 '진성티이씨'를 분석 대상으로 선정하고 투자 매력도를 점검하였다.

[Investment Point 1] 지금까지 이런 수요는 없었다

동사는 고객사 수요 폭증으로 '26년 매출 7,364억 원(YoY +30.7%)를 기록할 전망이다. 미국의 우호적인 정책적 환경과 타국의 인프라 투자 본격화는 건설기계 산업의 거대한 사이클 초반 진입을 촉발했다. 이는 1Q25 전방사의 수요를 급격히 확대시켰으며, 이전 사이클 대비 추가 상승 여력을 보유한 것은 앞으로의 성장을 가시화한다. 증가한 전방사의 수요는 공급 안전성을 보유한 동사의 부품 수요 증가로 이어질 전망이며, 이를 통해 '26년 사상 최대 실적을 달성할 것이다.

[Investment Point 2] 이것은 CAPA인가 초파(超破)인가

동사는 신규 CAPA를 통해 폭발적 수요를 전부 실적으로 전환할 전망이다. 동사는 '26년 말까지 약 140만 개의 생산능력을 새롭게 보유하게 되는데, 이를 통해 추정된 동사의 총 CAPA는 약 1조 원이다. 이는 향후 매출을 13.4% 상회하는 수준으로, 증가한 수요를 안정적으로 뒷받침할 것이다. 더불어 경쟁사의 신공장 계획과 신규 CAPA 확장 가능성 또한 제한적이므로, 증설 후 높은 가동률이 유지될 것으로 전망한다.

Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical PER 방식을 채택하였다. 이에 따른 **목표주가는 17,300원**으로 **상승여력 35.2%, 투자의견 BUY**를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

17,300원

현재주가(09.23)

12,800원

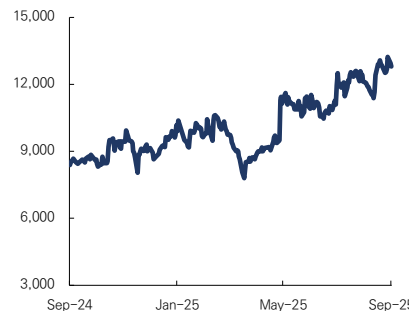
상승여력

35.2%

Stock Data

KOSPI(9/23)	3,486.19
KOSDAQ	872.21
시가총액	2,878억 원
발행주식수(주)	22,482,268
52주 최고/최저(₩)	13,360/7,780
외국인지분율(%)	11.89%
주요주주(%)	윤우석 외 2인 36.54%
	자사주 11.11%
주가상승률(%)	1개월 6.76%
	6개월 32.82%
	12개월 53.98%

Stock Price



Investment Fundamentals

FYE Dec	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	541,014	485,119	390,515	563,336	736,368
영업이익	66,316	39,589	24,442	40,104	116,808
순이익	45,431	28,407	20,961	28,615	83,028
EPS	2,021	1,264	932	1,272	3,693
PER	6.5	8.4	9.4	13.6	13.6
PBR	1.25	0.9	0.7	1.0	0.9
OPM	12.3	8.2	6.3	7.1	15.9
ROE	24.0	12.9	8.5	9.6	12.6

Research Team 1

팀장	40기 박정훈	hoon030409@naver.com
팀원	40기 손지민	jiminson3385@gmail.com
	40기 최예림	choiyerim89@gmail.com
	41기 김두영	aa8601@naver.com
	41기 김민우	ehmnoostu49@naver.com
	41기 정임수	imsoocheong@naver.com

CONTENTS

I . Intro	3
II . Industry Analysis	4
III . Company Overview	6
IV . Investment Point	8
1. 지금까지 이런 수요는 없었다	8
2. 이것은 CAPA인가 초파(超破)인가	10
V . Check Point	12
VI . Risk	13
VII . Valuation	14
VIII . Estimation Logic	15

I . Intro

본 리서치 팀은 미국 내 제조업 리쇼어링, 글로벌 빅테크사의 폭발적 CapEx 증액이 하반기, 내년 상반기기를 이끌어갈 최대 이슈라고 판단한다. 올해 4월부터 지속되어온 관세 이슈는 국내 증시에 혼란을 야기했다. 시를 필두로 일부 시장 대비 아웃퍼폼하는 섹터는 분명 존재하나, 여전히 정치적 리스크가 존재하는 것으로 판단된다. 본 팀은 단순 리스크 헷지가 아닌, 미국발 정책을 수혜 요인으로 인식할 수 있는 진성티이씨(036890.KQ)를 Top Pick으로 선정했으며, Intro에서 합리성을 입증하였다.

MACRO: 전세게는 불확실성

관세 이슈 진행과정

시기	명칭	내용
4월 9일	상호관세 발표	국가별차등관세
6월 4일	철강 관세 인상	25%→50%
8월 1일	구리 관세 발표	50%로 확대
8월 7일	상호관세율 발표	한국 15%
8월 18일	철강 관세 확대	파생품 추가

미국 내 정책 방향성은 수출 산업의 주가 상승에 제동을 걸었다. 트럼프 2기 정부는 자국의 강력한 경기 부양을 원하고, 이는 '관세'와 '리쇼어링'을 통해 확인된다. 미국은 향후 자국에 대한 수출품에 막대한 관세를 부과하고 본국 내 기업에 혜택을 부여하는 정책을 펼치고 있다. 관세 부담과 감세 혜택 부여를 통해 본국 내 투자 유인을 확대하는 것이다. 특히 관세는 수출 산업에 거대한 위협 요인으로 작용했으며 이는 증시에도 반영되었다. 상호 관세가 부과된 4월 7일과 유예기간 만료일인 8월 1일에 KOSPI는 양일 평균 -4.7% 낙폭을 보였고, 이는 '24년 8월 이후 가장 큰 폭의 하락에 해당한다. 국내 GDP 중 36.6%는 수출에 의존한다는 점에서 국내 증시의 불확실성이 두드러진 것이다.

불확실 속 피어난 확실함: 미국의 건설업

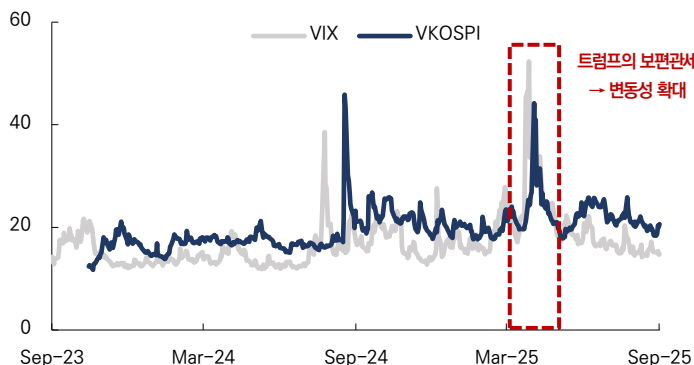
이에 시장 참여자에게 사소한 노이즈보다 거대한 정치적 흐름에 집중해야 한다고 주장하는 바이다. 상술한 불확실성은 하나의 결론으로 마무리될 것이다. 트럼프 미 대통령은 2월 펜타닐 관세, 4월 보편 관세, 7월 국가별 상호 관세와 품목별 관세 부과 등 집권 후 약 8개월간 관세를 무기로 삼고 있다. 장기간 불확실성이 지속된 결과, 시장은 요동쳤다. S&P500과 KOSPI200의 변동성 지수는 집권 이후 각각 3개년 평균 대비 16.5%, 11.5% 높았다. 최근에는 빅테크가 주도한 랠리로 변동성이 완화되었으나 여전히 관세에 대한 언급 시 관련 기업의 주가는 반응한다. 기업 입장에서 관세 위험을 헷지하기 위해선 제조업 리쇼어링은 필수불가결한 상황이다.

이에 따라 트럼프 정부 임기 동안 미국 내 제조 시설 투자액은 약 2.7조 달러 이상을 기록할 전망이다. 현재까지 투자가 확정된 금액만 포함했음에도 바이든 정부의 5년 누적 1조 달러의 2.7배 규모에 달하는 것이다. 제조 시설 완공까지 2~3년 이상 소요되는 것을 고려하면, 현재 양 정부의 정책 수혜를 동시에 받을 시점이다. 이에 미국 내 건설업종이 시장의 주목을 받을 환경이 조성되었다고 판단한다.

VIX와 VKOSPI 지수

(단위: Index Points) Construction Backlog Indicator (CBI) 지수

(단위: Index Points)



출처: Bloomberg, RFS Team 1

출처: Bloomberg, RFS Team 1

II. Industry Analysis

Super-Cycle: 금리 인하와 리쇼어링

금리 인하까지 겹쳐 건설업은 역사상 첫 Super-Cycle을 맞을 전망이다. 바이든 정부의 인프라 투자 정책은 규모 면에서 비교적 작았다. 또한 29개월의 금리 인상기를 거친 상황이었던 점을 감안하면 완전한 건설업 호황의 조건이 갖춰지지 않았다고 판단된다. 그러나 최근 금리 인하기에 진입했으며, 이에 따라 건설업종은 초호황을 누릴 것이다.

금리 인하 Signal

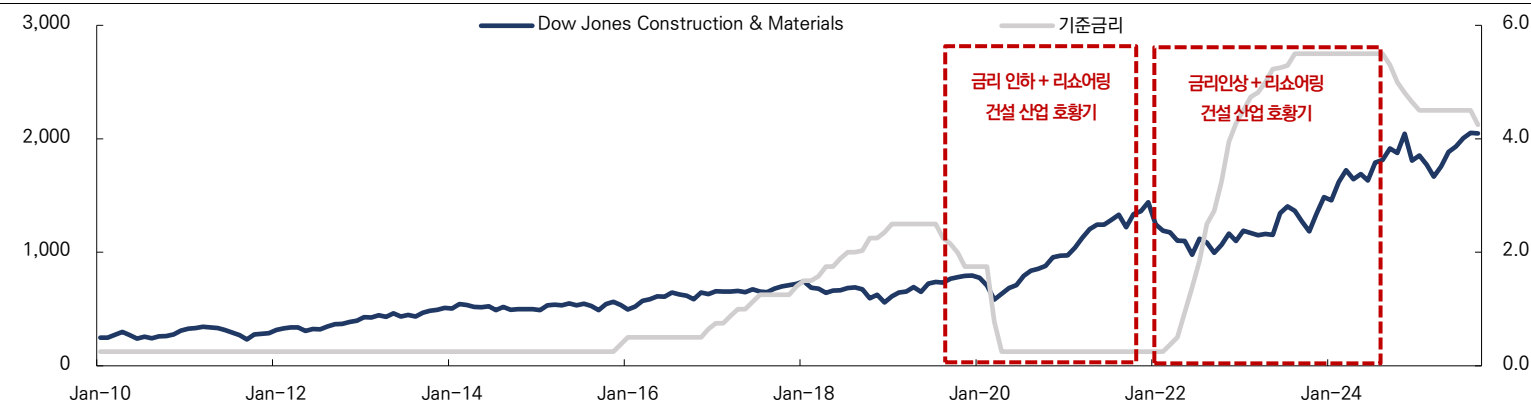
내용	결과	컨센서스
NFP	MoM +2.7 만 명	MoM +7.5 만 명
PPI	MoM -0.1%	MoM +0.3%
CPI	YoY +2.7%	YoY +2.7%

NFP(비농업고용)는 MoM 2만 2천명 증가하여 컨센서스 대비 -70.6% 못 미친 고용 쇼크를 보였다. 또한 11일 발표된 CPI도 YoY 2.7% 상승으로 예측치에 부합하는 모습을 보여 9월 기준금리는 0.25%p 인하되었다. 연준의원 9명이 연말까지 0.50%p 인하를 예측한 점을 보면, '25년 하반기까지 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다.

해당 모멘텀의 최대 수혜 업종은 건설과 건설기계 섹터이다. 금리 인하에 대한 기대감이 구체화되기 시작한 4월 이후, Dow Jones 건설업 지수는 8월까지 16.5% 오르는 모습을 보였다. 이는 금리인하기에 건설업의 자금 조달 부담이 줄고 전방산업의 수요가 확대됨에 기인한다. 또한 최근에는 AI 붐으로 빅테크사의 CapEx는 5년간 연평균 21.8%로 증가했으며, 향후 성장세는 더욱 가파를 전망이다. 이러한 흐름 속에서 건설업종은 신국면을 맞이할 것이다.

Dow Jones 건설 및 자재 지수와 기준금리

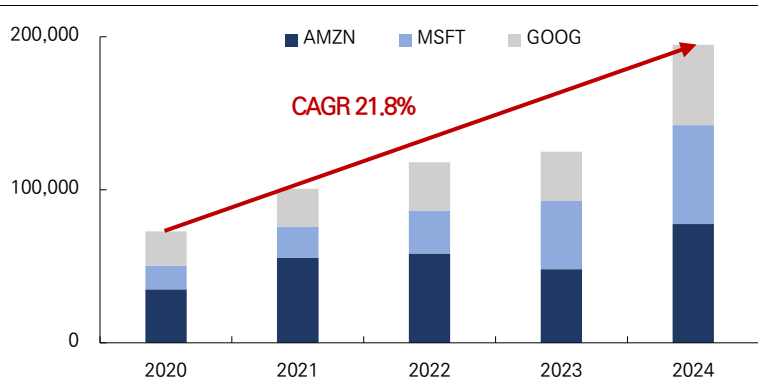
(단위: Index Points, %)



출처: Bloomberg, RFS Team 1

빅테크 3사 CapEx액 추이

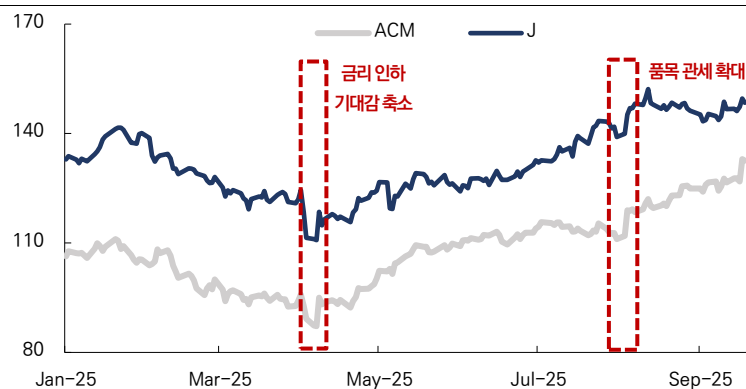
(단위: M\$)



출처: Edgar, RFS Team 1

美 건설사 주가 추이(AECOM, Jacobs Solution)

(단위: \$)



출처: Bloomberg, RFS Team 1

확정 투자액 2.7조 \$

AM:
After Market Service

OEM/AM 기업의 리레이팅

미국 내 제조 시설 확충 움직임은 광범위한 수혜를 몰고 올 것이며 업사이클의 초입인 현시점은 저평가 종목에 대한 매력적인 진입구간이다. 미국 내 데이터센터와 제조 시설 등 CapEx 증액은 필연적으로 인프라 기업의 실적에 반영된다. 데이터센터 건설을 위해서는 부지개발부터 건축 후 가동까지 일련의 과정을 거치며, 제조공장 또한 조달이 요구되는 장비의 종류의 차이가 존재하지만 유사한 프로세스를 통해 진행된다. 앞으로 추가적인 미국 내 설비 투자 증가세는 이어질 것이 자명하다. 또한 부지 개발 단계에 위치한 기업의 실적 반영이 빠를 것이고, 이에 따른 주가 반응의 가시성이 높을 전망이다.

그중에서도 중장비 OEM 및 AM 기업은 리레이팅 국면에 위치했다고 판단된다. 부지 개발 단계의 밸류체인은 중장비 OEM/AM 업체와 중장비 업체, 건설사로 구성되어 있다. 건설사는 Caterpillar, Hitachi건설기계, HD현대인프라코어 등 건설기계 제조사로부터 장비를 공급받으며, 이러한 기업은 또다시 여러 부품 기업에게 OEM 및 AM을 제공받는다. 리쇼어링 정책이 지속되며, 미국 건설사와 중장비 기업의 주가는 바이든 정부 이후 지속적인 성장세를 보였으나, OEM/AM사는 우크라이나 재건 수혜주로 분류되며 같은 밸류체인에 속했음에도 다른 주가 양상을 띄었다. 하지만 최근에는 미국 내 건설기계 기업과 비슷한 주가 양상을 보이고 있으며, 업황 호조가 지속됨에 따라 본격적인 재평가를 받을 전망이다.

또한 국내 기업 중 미국 내 건기 호황의 수혜를 누릴 수 있는 기업은 한정적이다. 미국의 건설 밸류체인에 포함된 중장비 기업으로는 두산밥캣, HD현대인프라코어, HD현대건설기계가 있고, OEM/AM 기업으로는 진성티이씨, 대창단조, 흥국 등이 있다.

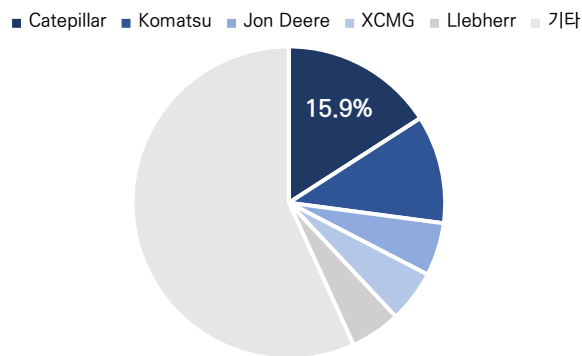
그러나 국가별 매출 비중 차이에 의해 위 기업의 수혜 정도는 다르게 나타난다. 진성티이씨의 경우 북미 매출 비중이 66.4%에 달하며, 이 때문에 미국 내 제조업 리쇼어링 수요가 부각된 5월 20일 19.1%의 주가 상승을 보였다. 반면 HD현대인프라코어와 HD현대건설기계는 대미 수출 비중 평균이 15.6%로 낮기에 동일일 각각 1.5%와 -0.8%의 등락을 보였다. 또한, 두산밥캣의 경우, 북미 수출 비중이 72.9%로 높아 동일 3.4%의 주가 상승을 보였지만, 2.6%의 점유율로 수혜 정도가 낮을 것이다. OEM사인 대창단조와 흥국의 경우에도 대미 고객 비중이 적고, 부족한 CAPA로 인해 수요를 실적으로 반영하지 못할 것으로 판단했다.

Top Pick: 진성티이씨(036890.KQ)

따라서 본 팀은 진성티이씨(036890.KQ)를 Top Pick으로 선정했다. 동사는 미국 내 전방사의 수혜를 극대화할 수 있는 고객사 포트폴리오와 비즈니스 모델을 구축했으며, 충분한 CAPA를 통해 이를 실적으로 반영해낼 전망이다.

미국 내 건설기계 업종 Value-Chain

(단위: 원, \$) 글로벌 건설기계 산업 점유율



출처: Bloomberg, RFS Team 1

출처: Yellow Table, RFS Team 1

III. Company Overview

하부주행체 중심의 사업 포트폴리오

동사의 제품은 중장비에 사용되는 무한궤도의 하부주행체(Undercarriage) 부품인 롤러(Roller, 51.2%), 아이들러(Idle, 34.5%)와 스프로킷(Sprocket, 10.3%)이며, 전사 매출의 약 96.0%에 해당한다.

주요 고객사로는 **Caterpillar(61.7%), Hitachi(14.0%), HD현대인프라코어(10.8%)가 존재한다.** 특히 전 세계 건설기계 시장에서 글로벌 1위로 약 15.9%의 점유율을 차지한 Caterpillar과 두산밥캣, HD현대인프라코어 등 국내외 주요 기업에 부품을 공급하고 있는 양상이다.

무한궤도 하부주행체 부품

동사는 무한궤도식 하부주행체를 구성하는 롤러, 아이들러, 스프로킷을 주로 생산하고 있다. 중장비의 무한궤도식 하부주행체는 장비 하단부에 위치해 바퀴 대신 트랙(궤도)을 사용하는 이동 장치를 뜻한다.

(1) 롤러(Roller)

롤러는 트랙의 상하부에서 트랙 움직임을 지지하는 바퀴이다. 상부 롤러는 트랙 체인 상부의 처짐을 방지하기 위해 좌우에 2~4개씩 사용된다. 하부 롤러는 장비의 전체 무게를 지탱하고 지면과 트랙 사이에서 이동을 도우며 좌우에 8~10개씩 사용된다.

(2) 아이들러(Idle)

아이들러는 하부주행체의 앞부분에 위치하여 트랙의 경로 이탈을 방지하고, 트랙의 장력을 조절하는 역할을 한다. 또한 험지 통과 시 발생하는 충격을 흡수하여 안정성을 높여준다.

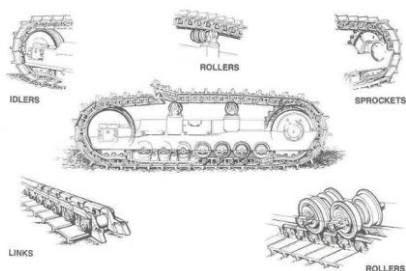
(3) 스프로킷(Sprocket)

스프로킷은 엔진의 동력을 트랙에 전달하는 톱니바퀴 모양의 부품이다. 트랙 링크에 맞물려 회전해 구동력을 발생시킨다. 여기서 트랙 링크는 여러 개의 링크가 핀으로 연결된 연속적인 부품을 의미한다.

Caterpillar向 공급 계약의 특징

동사는 최대 고객사인 Caterpillar와의 장기계약을 체결했으며, 자동연장조건을 포함한다. Caterpillar와 '08년부터 현재까지 5건의 장기공급계약을 체결해왔고, 당사로부터 최상위 등급인 Platinum 등급을 획득하였다. 이러한 우호적 관계는 계약 조건에도 반영되며, 이는 지속적으로 증가하는 양사 간 계약의 금액으로 확인된다. 실제로 '17년도 계약 대비 '20년도 체결한 계약은 연간 계약 금액이 56.4% 증가했다. 해당 공급계약은 계약 만기 6개월 전 별도의 통지가 없는 한 자동 연장되는 계약 조건을 포함하고 있으며 '23년도 한 차례 연장된 바 있다. 이러한 계약 구조와 높은 매출 비중이 더해져 Caterpillar의 실적에 동사의 성적이 연동되는 특성을 보인다.

하부주행체 부품 종류



Caterpillar向 장기공급계약

계약 연도	계약 내용
2020	3년간 3,550억 원(본사)
2017	5년간 3,730억 원(본사)
2014	3년간 2,000억 원(Georgia)
2012	5년간 3,000억 원(텍사스)
2010	5년간 2,000억 원(본사)
2008	단일판매 420억 원(본사)

정기적인 교체 수요
→ 안정적인 공급이 핵심

애프터마켓(AM)의 구조와 성공 조건

동사 제품은 작업 환경과 강도에 따라 통상 6개월에서 2년 주기로 교체가 필요한 소모성 부품이다. 일례로 롤러의 경우 10~14개를 주기적으로 교체해야 하며 다른 부품도 AM 서비스가 요구된다. 이러한 시장에서 가장 중요한 경쟁력은 고객이 필요로 할 때 즉시 대응할 수 있는 안정적인 공급 능력에 있다. 동사는 500여종의 롤러 중 450여종을 안정적으로 공급 중이며, 이를 기반으로 Caterpillar AM 공급의 약 50%를 담당한다.

주가분석

동사의 주가는 1)글로벌 건설 경기, 2)주요 고객사(Caterpillar 등)의 업황, 그리고 3)원자재 가격 및 환율 등 거시 경제 지표에 큰 영향을 받아왔다. 일례로 '16년부터 '18년까지 글로벌 인프라 호황으로 매출액이 2배 증가하며 주가가 180% 상승했으나, 이후 미·중 무역 분쟁과 COVID-19로 인해 조정을 받았다. 다시 '21년 중반부터 바이든 정부의 리쇼어링 정책 기대감으로 상반기에만 주가가 81% 급등했으며, 우크라이나 재건에 대한 기대감이 테마성 모멘텀으로 작용하며 주가 하단을 지지하고 단기적인 상승을 이끌었다.

우크라이나 재건 관련주
→ 미국 리쇼어링 수혜주

하지만 이어진 금리 인상, 원자재 가격 급등과 같은 악재로 주가는 박스권 상단에서 저항을 받았다. 앞선 81%의 주가 급등 후 차익 실현 매물이 발생한 것도 상방을 제한한 것으로 추정된다. '23년초 튀르키예 대지진 발생으로 인한 복구 수요 기대감으로 동사의 주가는 일시적으로 36% 상승하였으나, 3Q23 Caterpillar의 가이던스 하향으로 동사의 주가는 약 25% 하락했다. 이후 우크라이나 종전 기대감 확산으로 인해 재차 상승하는 양상을 보였으나, 최근에는 미국발 호황의 영향을 받는 모습이다.

특히 트럼프 정부의 강력한 리쇼어링 정책과 금리 인하 속에서 동사는 리레이팅 초입에 위치한 것으로 판단된다. 상승한 바와 같이 우크라이나 재건 테마주로 분류되었던 동사는 4월 이후 미국의 건설사, 건설기계사와 유사한 주가 양상을 보인다. 이번 Super-Cycle은 장기간 지속될 것으로 보이며, 이에 따라 동사는 35.2%의 주가상승을 보일 전망이다.

진성티아씨주분석

(단위 원)



출처: Bloomberg, FFS Team 1

IV. Investment Point

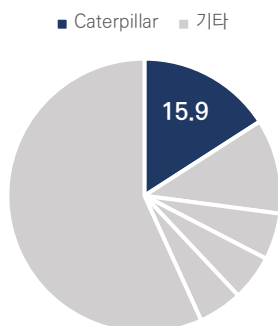
Investment Point 1. 지금까지 이런 수요는 없었다

미국 내 건설기계 산업 호조를 기반으로, 당사는 '26년 매출 7,364억 원(YoY +30.7%)을 기록할 전망이다. 건설기계 산업은 시황에 크게 의존하며 동사의 매출 또한 고객사의 실적에 연동되는 모습을 보이기에, 우호적인 매크로 상황은 동사에게 가장 큰 모멘텀으로 작용한다. 따라서 본 파트에서는 우호적인 전방 고객사 수요의 흐름과, 그에 따른 동사의 수혜 정도를 과거 사이클을 기반으로 논증하고자 한다.

1-1) 파봉 미국아 고마워!

날개 달고 훨훨 날 Caterpillar, 피어오를 꽃 진성티아씨

전세계 건설 기계 장비 기업 점유율(%)



동사의 최대 고객사이자 글로벌 건설기계 장비 1위 기업인 Caterpillar의 가파른 수요 증가로 '26년도 매출 7,364억 원(YoY +30.7%)을 전망한다. 미국의 우호적인 정책 상황을 기반으로, 동사의 최대 고객사이자 세계 1위 건설기계 기업 Caterpillar의 '26년 신규 수주는 가파르게 증가할 전망이다. 당사의 1H25 수주 잔고는 25억 달러 증가하며 직전 반기 대비 7.1%의 성장률을 기록했는데, 이는 **최근 10년간 가장 높은 규모임에도 제조업 활황 사이클 '17년(YoY +30.6%), '21년(YoY +62.0%)의 수주 잔고 상승률과 비교했을 때 상승 여력이 충분하다는 점에서 현재 거대한 건설기계 업황 사이클 초반에 진입했음이 시사된다.**

사이클 활황에 의한 장비 수요의 증가는 곧 동사의 부품 수요 증가로 이어진다. 당사는 Caterpillar의 장비 부품 중 80%를 공급하고 있어, 동사의 매출은 당사의 건설기계 부문 매출과 동일한 기조로 상승한다. 당사의 매출은 신규수주 계약 1년 뒤 실현되며, 또한 고객사의 매출 실현 시점보다 3분기 뒤에 인식되는 Lagging 효과를 보유한다. 따라서 '25년 증가하는 Caterpillar의 수주 잔고와 매출에 기반하여 '26년 본격적인 실적 개선 시점이 도래할 것으로 전망한다.

그 수혜는 **이전 건설기계 활황 사이클에서 확인된다.** 바이든 정부의 1조 규모 인프라 투자 법안(IIJA) 통과와 리쇼어링 정책의 훈풍의 수혜를 받은 '21년, Caterpillar 건설기계 부문의 4Q21 매출 증가율은 이전 세 분기 평균 성장률 -1.7% 대비 8.3%p 높은 6.6%를 기록했다. 세 분기 시차를 두고 나타난 3Q22 동사의 Caterpillar向 매출 증가율은 이전 세 분기 평균 성장률 대비 9.6%p 높은 17.2%로 그 궤를 같이 하며 미국 내 우호적 훈풍을 실적으로 전환한 바 있다. **따라서 과거 사이클에서 입증된 패턴과 유사한 실적 개선 재현으로 '26년 Caterpillar向 매출 4,464억 원(YoY +74.8%)을 전망한다.**

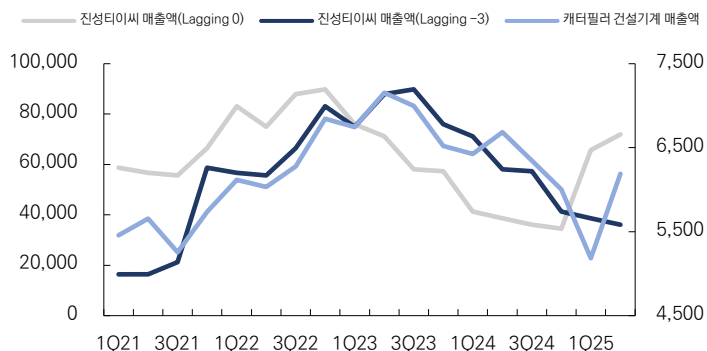
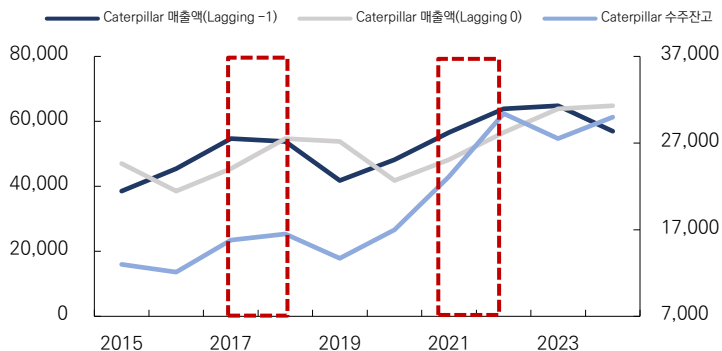
Lagging 시점 일치를 통한
고객사發 수혜 가시화

연간 Caterpillar 수주잔고 및 매출 추이

(단위: M\$)

Caterpillar 건기 매출 및 진성티아씨 Caterpillar向 매출

(단위: 백만 원, M\$)



출처: Caterpillar, RFS Team1

출처: 각사, RFS Team 1

Platinum SQEP
(Supplier Quality
Excellence Process):
누적 품질 및 납기 실적 기준
최상위 등급

글로벌 건설기계 시장 점유율 순위

순위	기업명	점유율(%)
1	Caterpillar	15.9
2	Komatsu	11.2
7	Hitachi Construction Machinery	3.8
21	HD Hyundai Infracore	1.3

미국 외 타 지역에 대한
비주류 매출 또한 안정적

미국에 보유한 공장, 공급 안전성 보유

미국 Georgia에 확보한 생산 거점을 통해, Caterpillar으로의 동사의 부품 공급은 지속될 전망이다. 건설기계 부품 공장의 경쟁력은 납기일 및 품질에서 비롯되며, 그중 납기일에 대한 충족은 공급처가 Caterpillar 수요처와 가장 가까이 존재하는 동사가 가장 유리하다. 동사의 생산법인인 Georgia에 위치하며, Caterpillar 법인 또한 남부에 집중돼, 미국 내 공장을 보유하지 못한 경쟁사 흥국, 대창단조, Berco 대비 납기일 충족 경쟁 우위에 있다고 볼 수 있다. 동사는 위 이점을 통해 Caterpillar 공급처 국내 경쟁사 중 유일하게 Platinum 등급에 등재되기도 하였으며, 이는 Caterpillar向 공급의 수혜가 유지될 것을 시사한다.

다변화된 포트폴리오 속 미국 수혜 고객사

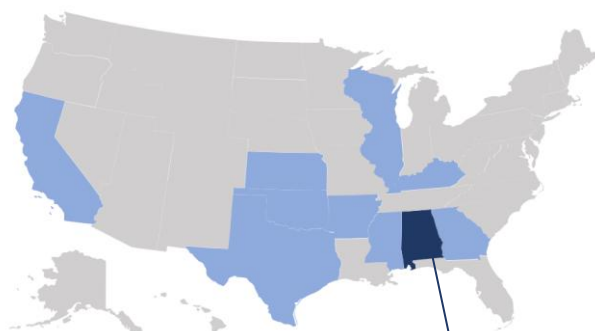
미국 내 우호적 기조는 타 고객사에서도 적용되며, 이를 통해 '26년 타 고객사 매출 1,351억 원(YoY +18.9%)을 기록할 전망이다. 동사의 매출 비중 24.9%를 차지하는 'Hitachi건설기계'와 'HD현대인프라코어'는 '24년 기준 각 26.3%, 10.5%의 비중으로 미국 내 장비를 판매하고 있다. 바이든 정부 시기 두 고객사 모두 북미 매출이 전년 대비 14.5%, 28.7% 증가했음을 보아 현 미국의 중장비 수요 상승 기조는 '25년 두 기업 모두에게 수혜가 될 전망이다. 전술한 바와 같이 고객사의 매출 증가는 동사의 부품 수요로 이어지기에, '26년 동사의 가파른 매출 상승이 기대된다.

1-2)미국 말고 유럽, 중동, 아프리카

미국에 더불어 타 지역 내 본격화된 인프라 투자 활성화 기조로 다각화된 성장 모멘텀까지 가시화되었다. '25년 유럽 내 건축물 현대화, 경제 부양 필요성 및 금리 하락, 중동의 탈석유 경제 다각화, 아프리카의 가파른 인구 증가율에 기반한 에너지 보급 기대 등에서 인프라 투자가 초래됐다. 이를 통해 '25년 4, 5월 유럽 내 굴착기 수요는 전년 동기 대비 64.1% 성장했으며, 중동 및 신흥시장(아프리카) 또한 동기간 평균 105.8% 성장세를 보이는 중이다. 이와 같이 지역별 고른 수요 확대에 힘입어 해당 지역 고객사들의 1H25 해당 지역 매출은 15.5% 상승했다. 각 지역의 투자 확대가 구조적 요인임을 보아 동사의 매출의 안정적인 성장 모멘텀이 될 것으로 전망한다.

이러한 점을 종합할 때, '26년부터 동사는 7,363억 원(YoY +30.7%)에 달하는 사상 최대 매출을 달성할 것으로 기대된다. 미국 내 우호적 훈풍은 이전 사이클 대비 폭발적인 기조로 증가하는 고객사들의 수주 잔고를 통해 확인되었다. 이와 더불어 건설기계 산업 내 주요국으로 부상 중인 유럽 및 신흥국의 지속적인 인프라 투자 또한 추가적 동력으로 작용할 전망으로, '26년 전례 없는 수요 증가가 예상된다. 아울러 동사의 신규 CAPA 증설을 통한 공급 경쟁력 향상은 훈풍 속 수요의 실적 견인을 뒷받침할 것이다.

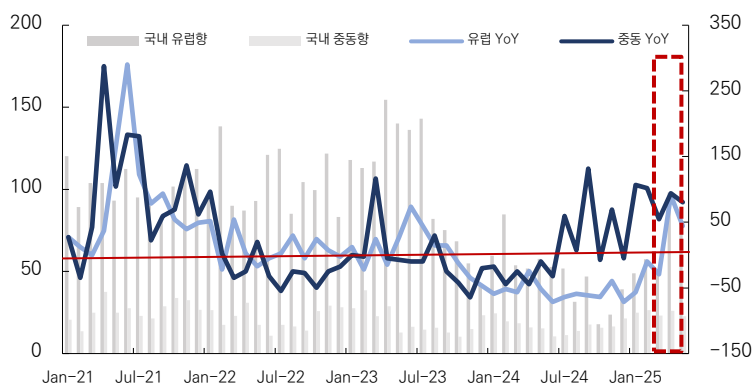
미국 내 Caterpillar, 진성티아씨 생산법인 위치



진성티아씨 Georgia 생산법인

국내 유럽 및 중동향 굴착기 월별 수출액 추이

(단위: M\$, %)



출처: 각사, RFS Team1

출처: 한국무역협회, RFS Team1

Investment Point 2. 이것은 CAPA인가 초파(超破)인가

동사는 태국 내 약 3,000억 원 규모의 신규 CAPA를 확보했으며 이를 통해 향후 폭발적 매출 성장을 뒷받침할 전망이다. 앞서 전방사의 충분한 수요를 확인했으며, 동사의 CAPA 증설을 통해 수요를 소화할 수 있을지 증명해내야 한다. 이에 1)공급계약의 연장 가능성을 확인했으며, 2)경쟁사와의 CAPA 규모 비교를 통해 지속성을 확인했다.

CAPA = 계약 유지

우선적으로 선제적인 CAPA 확보를 통해 전방사와의 공급 계약 연장에 성공할 전망이다. 동사와 전방사 간의 공급계약 연장은 납기 준수 여부에 의해 좌우된다. 동사의 최대 고객사인 Caterpillar의 공급업체와의 표준 계약 약관에는 당사가 요구하는 기한 내에 공급하지 못할 시 일방적인 계약중단이 가능하다고 명시되어 있고, 이는 유일한 계약중단 요건이라는 점에서 납기 준수의 중요성을 확인했다. 따라서 동사의 CAPA가 전방사의 수요를 감당할 수 있을지 점검했다.

충분한 CAPA

CAPA 2,066억 원 확보
(+29.5%)

결론적으로 동사는 최소 '26년까지의 수요에 안정적으로 대응 가능할 것이다. 특히 Caterpillar의 경우 필요한 부품의 80%를 동사에게 공급받는 계약을 체결했으며, 지속적인 계약 연장을 위해서는 해당 물량을 안정적으로 공급할 수 있어야 한다. 따라서 동사의 CAPA를 예측했고 이를 전방사 수요와 비교했다.

우선 이번 CAPA 증설을 통해 롤러, 아이들러 등 기존 제품에 대해 2,066억 원의 생산능력을 새롭게 보유허게 된다. 이는 기존 대비 29.5% 확대된 수준이다. 공시 내용에 따르면 동사의 현재 CAPA는 매출액 기준 4,831억 원 규모이며, 최대 생산 수량은 약 320만 개이다. 이를 통해 현재 동사의 ASP는 약 153,000 원으로 추정했다. 각 중장비별로 동사 제품은 일정한 mix로 투입되기 때문에 CAPA 증설 시 제품 mix의 변화는 존재하지 않을 것이다. 따라서 해당 ASP는 신공장 제품 생산 시에도 유지된다고 판단했다. 공장 증설을 통해 약 140만 개의 수량을 추가적으로 생산 가능한 것이다.

'26년 매출액 대비
13.5% 여력 존재

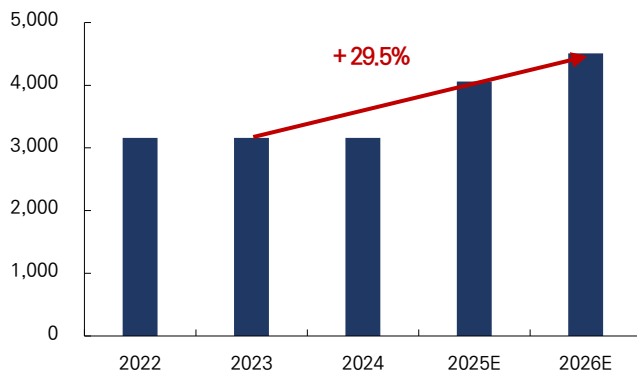
해당 증설은 향후 매출인 7,364억 원을 13.5% 상회하는 수준으로 충분한 대응이 가능할 것으로 예상된다. 앞서 설명한 기존 제품군에 대한 CAPA 증설은 3개 공장 준공을 포함하며, 올해 안에 2개의 공장 가동이 예상된다. 나머지 하나의 공장은 내년 말 준공될 전망이다. 이에 따라 '27년에는 약 1조 원의 CAPA를 보유하여 폭발적인 수요 증가를 실적으로 전환할 것이다.

미국 내 건설기계 업종 Value-Chain

항목	핵심 내용
품질 보증	결함 없는 신품 납품, 법규·안전 기준 준수
대금 지급	납품 후 인보이스 기준 60 일 내 지급, 일부(10%) 유보 가능
납기 준수	자연 시 지체상금·발주 취소·대체 구매·계약중단 가능
보험·책임	판매자가 충분한 보험 유지, 사고·하자 책임 부담
윤리 규정	뇌물·강제노동 금지, 위반 시 계약 해지 가능

CAPA 규모 추정

(단위: 천 EA)



경쟁사 대비 뛰어난 CAPA

또한 경쟁사의 공장 증설 계획을 고려했을 때도 높은 가동률이 유지될 것으로 보인다. 앞서 전방사의 수요 대비 동사의 생산능력이 충분함을 확인했다. 하지만 기존 경쟁사가 신공장을 건설하거나 신규 경쟁사의 진입이 이루어지면, 높은 고정비와 낮은 매출이 발생한다. 따라서 1)경쟁사의 신공장 증설 계획과 2)신규 CAPA 확장 가능성에 대해 점검했다.

동사의 경쟁사로는 국내에 흥국과 대창단조가 있고, 글로벌 시장에서는 Berco가 있다. 이들 기업을 대상으로 CAPA 확장 계획과 그 규모에 대해 우선적으로 확인했으며, 구체적인 계획이 공개되지 않은 경우 추가 확장이 가능할지 점검했다.

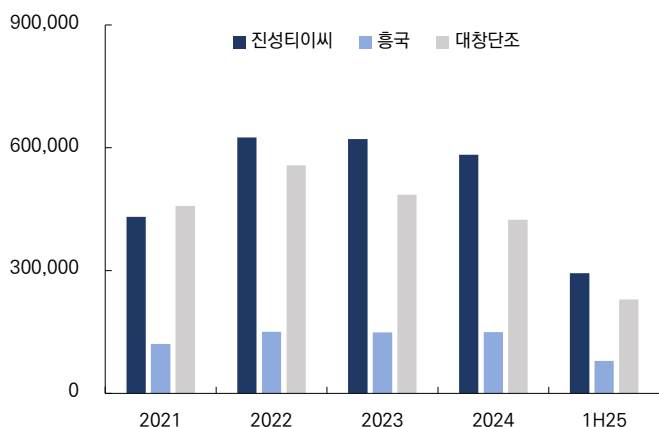
우선 국내 경쟁사인 흥국의 경우 공장 증설 계획이 존재하지 않으며 북미 고객사 비중이 낮아 CAPA 증설 가능성이 낮다. 당사는 '24년도 기준 동사 대비 28.1% 높은 평균 공장 가동률에도 불구하고 67.0% 낮은 매출을 기록한 것을 보아, 약 2.9배의 생산능력 차이가 있는 것으로 추정된다. 또한 당사는 최대 고객사로 HD현대건설기계와 볼보건설기계를 두고 있으나, 미국 법인에서 매출이 전혀 발생하지 않았다. 전체 매출 중 60.5%인 해외 매출이 중국, 일본, 인도에서만 발생한다는 점을 고려하면, 미국 내 전방사의 CAPA 확장 요구는 존재하지 않을 전망이다.

대창단조의 경우에도 CAPA 확장 계획은 확인되지 않고, 과거 증설 사례와 가동률을 고려하면 공장 확장 유인이 부족하다. 당사는 '24년도 동사 대비 13.4% 높은 76.0%의 높은 가동률을 기록했음에도 17.5% 낮은 3,222억 원의 매출을 기록했다. 따라서 당사는 약 37.5% 많은 CAPA를 보유하고 있는 것으로 추정된다. 하지만 대창단조의 CAPA는 '23년도 3월 한 차례 증설한 이후의 생산능력이며, 동사의 태국 공장이 완공된다면 생산능력 차이는 59.8%까지 확대될 것이다. 당사의 가동률은 3개년 동안 76~78% 사이에서 유지되었기 때문에 증설에 대한 유인도 크지 않다.

이탈리아의 Berco 또한 CAPA 확장 계획이 없다. 당사는 비상장사이기 때문에 현재 CAPA의 규모와 가동률에 대한 정보가 제한적이었다. 하지만 올해 6월 태국에 물류센터를 건립했으며, 최근 대규모 공장을 준공한 점을 고려하면 동사의 가동률에 영향을 주지 못할 전망이다. '22년도 당사는 이탈리아에 AM 제품만을 생산하는 'Berco Aftermarket Bologna' 공장을 준공했으며, 사업부 내 가장 큰 공장인 'tk Metalúrgica de México'을 건설했다. 따라서 추가적인 침투는 제한적일 것이다.

국내 OEM사 매출액/가동률

(단위: 백만 원/%) 금리 인하기 + 건설기계 업종 지수



기업	동시 대비 %	CAPA 확장 제한
흥국	-290.0%	- 미국 내 전방사 비중 ↓ - 아시아 매출 비중 60.5%
대창단조	-59.8%	- '23년도 1차례 증설 - 가동률 일정하게 유지
Berco	-	- '22년도 2차례 증설 - 올해 6월 물류센터 건설

V. Check Point

러버트랙, You are my LOVER

동사는 글로벌 러버트랙 시장의 성장에 힘입어 해당 부문 매출액 870억 원을 달성할 것으로 전망한다. 지속된 러버트랙의 수요 확대와 Bridgestone의 철수로 발생한 공급망 공백은 동사에게 유리한 기회로 작용하고 있다. 이러한 흐름에서 동사는 4Q26부터 러버트랙 시장에 진출할 예정이다.

What is 러버트랙?

러버트랙은 **중장비용 고무 무한대로, 기존 스틸트랙 대비 저소음·저진동, 경량화를 통한 노면 손상 최소화 등의 장점이 있다.** 이 때문에 주로 도심 내 인프라 공사 혹은 도심 근교 공업단지 내 공사에 활용된다. 인프라 투자 확대 기조로 스틸 트랙과 함께 많은 수요가 전망되며, 이에 따라 글로벌 러버트랙 시장은 '25년 약 23억 달러 규모에서 '34년 약 31억 달러 규모로 성장할 것으로 예상된다. 국내에서는 동일고무벨트가 3년간 약 2,800억 원 규모의 공급 계약을 확보하며 선제적인 진입에 성공했다.

Bridgestone이 놓아준 다리

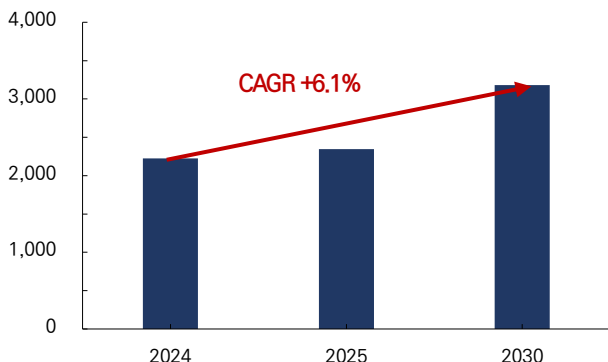
러버트랙 시장의 성장세에 더해, 경쟁사의 시장 이탈도 동사에게는 **호재로 작용할 전망이다.** Bridgestone이 Caterpillar向 러버트랙 사업에서 철수함에 따라 글로벌 OEM 공급망에 공백이 발생했다. **경쟁 구도가 완화된 가운데, 동사는 동일고무벨트와 함께 Bridgestone의 공급 공백을 점진적으로 흡수하며 시장에 침투할 전망이다.** Bridgestone과 동일고무벨트 외에도 McLaren Industries, LIS 등 OEM 벤더들이 Caterpillar 러버트랙 공급에 참여했으나, 본 팀이 추정한 바에 따르면 여러 공급사 중에서도 **Bridgestone은 약 20% 점유율의 주요 공급사로 자리잡고 있었다.** 동사는 Bridgestone의 이탈을 기회로 활용하여 Caterpillar의 추가적인 러버트랙 공급사로 선정되었고, '25년 11월 샘플 테스트를 준비 중이다. **샘플 테스트 완료 시 '26년 완공 예정인 태국 제3공장에서 러버트랙을 생산해 매출을 창출할 전망이다.**

사업 전망

동사의 러버트랙 사업은 '27년부터 최대 870억 원의 매출 발생이 예상된다. '25년 11월 Caterpillar向 샘플 테스트 성공 시 양산 전환이 가능하며, 향후 타 고객사와의 신규 계약 체결을 통해 신규 SKU를 확보할 것으로 예상된다. **이에 러버트랙 사업은 동사의 중장기 실적 성장을 견인하는 핵심 사업으로 자리매김할 전망이다.**

글로벌 러버트랙 시장 규모 전망

(단위: M\$) 러버트랙 VS 스틸트랙



	스티트랙	러버트랙
소재	금속	고무 혼합물
사용처	고강도 응용 분야 (건설 및 굴착, 광산 및 채석장 등)	다양
장점	높은 내구성 및 마모에 대한 저항성	표면 손상 감소, 낮은 소음, 다양한 쓰임 등
단점	표면 손상 가능성, 소음 및 진동, 초기 비용 및 유지 보수 등	제한적인 내구성

출처: P&S Intelligence, RFS Team 1

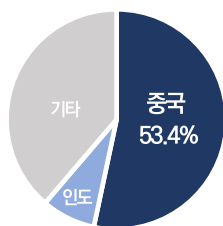
출처: 인문종합, RFS Team 1

VI. Risk

동사의 리스크는 1)관세 확대와 2)원재료 가격 상승이다. 동사에게 유리한 계약 구조로 인해 두 리스크에 대한 1차 헷지가 가능하며 공장의 지리적 익스포저를 고려했을 때 관세 위험도 제한적일 것이다.

지난 6월 4일 철강-알루미늄 및 관련 가공품에 대한 품목별 관세율이 50%로 상향된 이후 동사의 주가는 2.1% 하락했고, 8월 18일에는 적용 품목군이 대폭 확대되어 3.6%의 낙폭을 기록했다. 다만 현재까지 발표된 바에 의하면, 완제품 전체가 아니라 '철강-알루미늄'에 해당하는 부분에 한정되는 것으로 확인되며 우려는 축소된다. 그러나 통관/HS 분류에 따라 과세될 가능성을 완전히 배제할 수 없고, 여전히 관세 정책의 불확실성은 존재하기에 해당 리스크는 유효하다고 판단했다.

세계 조강 생산량



중국 생산량 & 철강 가격 관계 (단위: 천 톤, 천 원/톤)



$$\begin{aligned} &\text{Caterpillar 매출 비중}(60.0\%) \\ &\times \\ &\text{미국 외 비중}(46.6\%) \\ &= 28.0\% \end{aligned}$$

한편, 중국 정부의 감산 정책으로 인한 철강 가격 인상은 원재료 가격 리스크를 심화하고 있다. 세계 철강 생산량의 53.4%의 1위 생산국 중국이 감산을 전개함에 따라 7월 이후 철강 가격은 MoM +12% 상승했다. '24년 기준 동사의 원재료 매입 비용은 전체 비용의 75.5%를 차지하며, 모든 원재료는 철강 가격과 상관 관계가 높다는 점에서 수익성에 대한 우려가 발생했다. 실제로 '21년도 중국의 철강 감산 시기 철강 가격이 YoY +90.3% 상승하며 동사의 GPM은 15.9%로 감소한 바 있다.

다만 ①계약 구조, ②공장의 분포로 관세와 원재료 가격 상승의 실질적 영향은 제한적일 전망이다.

동사의 계약 구조는 대부분의 원재료 및 관세 리스크를 고객사(Caterpillar)로 전가할 수 있도록 설계되어 있다. 동사는 장기 계약 체결 후 6개월 단위로 판가를 재협상하며, 관세 및 원재료 가격 상승분은 Caterpillar가 전액 부담한다. 이는 업계의 통상적인 계약 구조에 기인한 것으로, 관세와 원재료 가격을 포함하여 외부 지표에 연동되는 서차지-리베이트 공식을 계약서 및 부속서에 명시하고 월-분기 단위의 자동 정산(True-up)을 수행하는 방식으로 추정된다.

이러한 방식으로 1차 헷지가 가능할 것이며, 오히려 수익성 개선이 가능하다. 실제로 '21년 철강 가격 급등으로 GPM이 평균 수준인 15~16%대로 유지되었으며, 6개월 재협상-True-up 시차 전가로 1H22 약 19%, 연간 22.7%까지 개선된 사례가 있다. 또한 계약 구조가 유지되지 않더라도, Caterpillar의 공장 분포를 활용해 관세 노출을 완화할 수 있다.

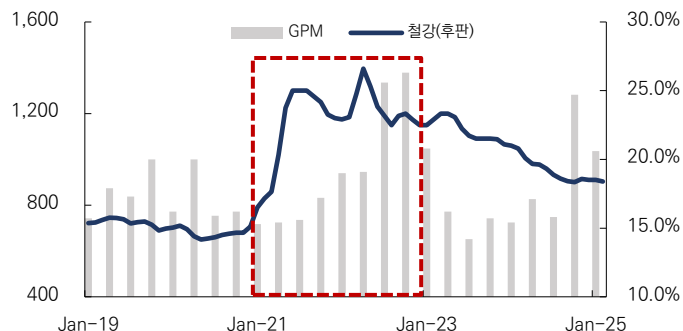
Caterpillar는 EAME(유럽-아프리카-중동)와 아시아에 공장을 보유하고 있으며, 이를 활용하면 전사 매출 중 약 28%는 미국 수입관세 영향권에서 벗어난다. 미국 외 공장으로부터 납품되는 물량은 관세 부담이 없으며, 글로벌 네트워크 활용은 통관 지연 및 물류비 변동성 완화에 기여하기에 구조적 헤지 기능을 강화한다.

Caterpillar의 글로벌 네트워크 및 생산 거점



철강 가격 & 동사 GPM 추이

(단위: \$/톤)



출처: Caterpillar IR, RFS Team 1

출처: 산업통상자원부, RFS Team 1

VII. Estimate Logic

매출추정

본 서의 논리는 전방사의 실적 성장에 따른 동사 매출의 구조적 성장과 이러한 성장세를 뒷받침할 수 있는 동사의 생산능력에 초점을 맞추었다. 따라서 동사 매출의 절대적인 비중을 차지하는 고객사에 대한 매출 추정을 진행했으며, 전술하였듯 이들 기업의 실적이 동사 매출에 반영되기까지의 시차(Lagging)를 계산하여 성장세를 반영하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종매출Table

(단위: 백만원)

매출액 추정 Sheet					
(단위: 백만 원)	2022F	2023F	2024F	2025E	2026E
총매출액	541,014	485,119	390,515	563,336	736,368
YoY	23.4%	-10.3%	-19.5%	44.3%	30.7%
Caterpillar	335,916	262,498	150,583	255,433	446,442
YoY	41.4%	-21.9%	-42.6%	69.9%	74.8%
HD 현대인프라코어	53,831	44,922	29,953	48,549	62,434
YoY	-27.8%	-16.5%	-33.3%	62.1%	28.6%
Hitachi 건설기계	74,065	63,842	53,579	65,048	72,637
YoY	67.5%	-13.8%	-16.1%	21.4%	11.7%
기타매출	77,203	113,858	156,402	194,306	154,855
YoY	-5.8%	47.5%	37.4%	24.2%	16.0%

출처: RFS Team 1

1H25 기준 도합 86.5%의 매출 비중을 차지하는 Caterpillar, HD현대인프라코어, Hitachi건설기계가 유의미한 비중을 차지한다고 판단했으며, 이들 기업에 대한 매출 추정을 별도로 진행하였다. 또한, Caterpillar 실적 추정 시 건설기계 사업부의 매출만을 기준으로 하였고, 당 사업부는 수주사업이라는 점에서 동사의 매출 간 Lagging 시점을 별도로 추정하였다. 반면 HD현대인프라코어와 Hitachi건설기계의 경우, 전액 Spot 방식으로 매출을 인식함을 확인하였기에 시점을 고려하지 않았다. '26년도 최종 매출액은 CAPA 대비 13.4% 여유 있는 수준으로 추가적인 매출 성장이 가능할 전망이다. Caterpillar 건설기계 매출과 동사의 Caterpillar향 매출 간 Lagging 시점 추정 과정은 하기와 같다.

Caterpillar향 매출 추정

아래와 같이 3개 분기의 Lagging 효과를 확인했으며 Caterpillar의 건설기계 매출액에 대한 추정 후, 해당 시차를 고려하여 Caterpillar향 동사의 매출을 추정하였다.

Lagging 시점의 상관계수 Table

Lagging	상관계수
Lagging = 0	0.11
Lagging = -1	0.48
Lagging = -2	0.63
Lagging = -3	0.82
Lagging = -4	0.75

출처: RFS Team 1

Lagging = -3 시점의 결정계수 산출 Table

항목	수치
다중 상관계수	0.82
결정계수	0.66
조정된 결정계수	0.64
표준 오차	10269.3
관측수	15.00

출처: RFS Team 1

Caterpillar向 매출 추정

(단위: 백만원 M\$)

CAT 向 매출 추정										
(단위: 백만 원, M\$)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Caterpillar 向 매출	36,122	34,528	65,696	71,957	61,752	56,027	68,233	74,680	81,471	86,987
QoQ	-6.6%	-4.4%	90.3%	9.5%	-14.2%	-9.3%	21.8%	9.4%	9.1%	6.8%
CAT 매출(건설기계)	6,312	5,759	5,444	6,123	6,484	6,867	7,177	7,501	7,840	8,195
CAT 매출 증가액	-344	-553	-315	679	361	383	310	324	339	354
QoQ	-5.2%	-8.8%	-5.5%	12.5%	5.9%	5.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

출처: RFS Team 1

Caterpillar의 건설기계 사업부문 매출액은 바이든 정부의 제조업 리쇼어링 정책 당시 성장률을 차용하였다. 정책 초기에 매출성장률이 5.9%로 급격하게 나타났으며, 이후 완화되었다. 현 시점의 상황과 바이든 시기 상황 간에는 분명한 차이가 존재한다. 하지만, 현재 금리 인하 사이클에 돌입했고 바이든 정부 시기 리쇼어링의 기저효과가 존재하며, 리쇼어링의 규모가 약 2.7배 거대하다는 점에서 해당 시기의 성장률을 적용하는 것은 보수적인 접근이라고 판단하였다. 성장률은 아래와 같으며, 바이든 정부 1년차, 2년차의 분기별 평균 성장률을 '25년도, '26년도 매출에 각각 적용했다.

바이든정부 Caterpillar 건설기계사업부 연도별 매출성장률

탄력성 계수 정의

연차	Geomean
1 년차	5.9%
2 년차	4.5%
3 년차	-1.2%
4 년차	-2.0%

$$\frac{|\Delta \text{진성티이씨 매출액}|}{|\Delta \text{Caterpillar 매출액}|}$$

출처: RFS Team 1

출처: RFS Team 1

위의 방식으로 Caterpillar의 매출액 증가분을 산출했으며, '23년도 역대 최고 매출 기록했을 당시 높은 가동률 수준에 도달하지 않았다는 IR의 언급을 감안하여 타당한 매출액이라고 판단한다. 여기에 각 기업의 매출 규모 차이를 고려하기 위해 탄력성 계수를 적용하였다. 탄력성의 식은 위와 같으며, 충분한 표본의 채택과 적시성을 고려하기 위해 3개년도 평균치로 산출했다. 결론적으로, Caterpillar의 매출액 증가분에 탄력성 계수를 곱하고, 산출된 매출 증가분을 3개 분기 Lagging 시점을 적용하여 Caterpillar向 매출을 계산해 냈다.

HD현대인프라코어, Hitachi건설기계向 매출 추정

위에서 언급한 바와 같이, HD현대인프라코어와 Hitachi건설기계는 Caterpillar와 달리 전사 매출이 Spot 판매 방식으로 창출되기에 Lagging 효과를 배제했다. 동분기 동사 매출과 양사의 매출 간 상관관계수가 0.9 이상으로 위의 가정은 타당한 것으로 판단했다.

북미 매출 추정

이 때문에 양사의 매출 성장률로 동사의 매출을 산출했으며, 대륙별 중장비 수출액을 매출 성장률로 활용했다. 북미 매출의 경우, 리쇼어링이 가장 큰 상승 요인이라고 판단했으며, 이에 따라 바이든 정부 당시 연도별 중장비 수출액 성장률을 적용했다. 그 외 성장이 돋보이는 지역은 현 시점의 수출 상승세를 반영했다.

유럽 매출 추정

유럽 시장의 경우, 인프라 투자 사이클의 초입으로 향후 상승세가 이어질 것으로 예상되며, 실제로 1Q25 QoQ +20.8%, 2Q25 QoQ +35.7% 증가한 수출금액을 기록했다. 이러한 증가 추세를 반영하기 위해 이동 평균법을 사용하여 '26년까지의 성장률을 계산했다.

아시아 매출 추정

아시아 시장의 경우, 최근 중동 지방의 수출 호조세가 두드러지는 것을 확인했고, 이동평균법을 사용하여 이러한 추세를 반영하였다.

위의 방식으로 양사의 주요 대륙별 매출성장률을 계산했다. 그 외 지역인 내수 시장(한국, 일본) 매출의 경우, 저성장 기조가 이어질 것으로 예상되기에 최근 추세를 반영하도록 단순 이동평균법을 적용했다. 기타 지역은 Average Flat을 통해 계산했다.

CAPA 추정

각사의 CAPA와 최대 매출액을 고려했을 때 양사는 추정된 매출액을 소화해낼 수 있을 것으로 예상된다. HD현대인프라코어의 평균 공장 가동률은 60% 미만으로 추정되며, HD현대건설기계의 가동률 또한 여유로운 상태를 유지한다는 점에서 합병 이후에도 충분한 생산능력을 보유할 전망이다. Hitachi건설기계의 경우에는 가동률에 대한 공시가 존재하지 않으나 '25년도 신공장 완공으로 30% 증가한 CAPA를 확보했기에 YoY +11.7% 증가하는 매출을 뒷받침할 수 있을 것이다.

또한 HD현대인프라코어는 전 대륙의 CAPA가 충분한 것으로 확인되지만, Hitachi건설기계의 경우에는 확인되지 않는다. 이에 성장률 적용 시 대륙별 매출액이 3년간 최대치를 초과하지 않도록 조정하였다. 이러한 과정을 통해 산출된 HD현대인프라코어와 Hitachi건설기계의 매출액 성장률을 적용하여 양사 매출액을 계산했으며, 자세한 내용은 아래와 같다.

HD 현대인프라코어, Hitachi 건설기계 向 매출 추정

(단위: 백만 원, 십억 엔)

HD 현대인프라코어, Hitachi 건설기계 向 매출 추정										
(단위: 백만 원, 십억 엔)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
HD 현대인프라코어 向 매출	7,185	6,868	11,551	12,652	11,738	12,607	13,847	14,983	16,075	17,528
QoQ	-6.6%	-4.4%	68.2%	9.5%	-7.2%	7.4%	9.8%	8.2%	7.3%	9.0%
Hitachi 건설기계 向 매출	12,853	12,285	14,951	16,376	16,301	17,420	18,079	18,204	18,183	18,171
QoQ	-6.6%	-4.4%	21.7%	9.5%	-0.5%	6.9%	3.8%	0.7%	-0.1%	-0.1%

출처: RFS Team1

이외 동사의 기타 매출은 주요 고객사 向 3개년 이동평균을 통해 산출했다. (Sheet 참고.)

대륙별 중장비 수출금액 추정

(단위: 천 \$)

대륙별 중장비 수출금액 추정										
(단위: 천 \$)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
북미	165,701	96,588	119,821	127,641	143,663	161,697	193,719	232,083	278,044	333,107
QoQ	-9.2%	-41.7%	24.1%	6.5%	12.6%	12.6%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
아시아	161,441	130,003	183,216	215,852	223,102	241,894	282,516	314,821	345,972	386,078
QoQ	-14.6%	-19.5%	40.9%	17.8%	3.4%	8.4%	16.8%	11.4%	9.9%	11.6%
유럽	107,940	113,776	137,400	186,439	168,554	191,662	214,985	244,163	273,916	295,824
QoQ	21.7%	5.4%	20.8%	35.7%	-9.6%	13.7%	12.2%	13.6%	12.2%	8.0%

출처: RFS Team1

비용추정

매출원가 추정논리

전술한 바와 같이 동사의 수익 구조에는 원재료 매입비용이 가장 크게 작용할 것이며, 신규 CAPA 확장에 따른 감가상각비의 변동 또한 예상된다. 관련 항목에 대한 추정 Table은 다음과 같다.

매출원가 추정 Table

비용추정 Sheet						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	438,324	541,014	485,119	390,515	563,336	736,368
YoY		23.4%	-10.3%	-19.5%	44.3%	30.7%
매출원가	368,494	418,105	402,597	320,000	474,023	566,534
YoY		13.5%	-3.7%	-20.5%	48.1%	19.5%
원재료 및 소모품의 사용 및 상품매입	347,223	368,680	313,385	276,234	440,693	522,606
YoY		6.2%	-15.0%	-11.9%	59.5%	18.6%
재공품, 제품 및 상품의 변동	-38,952	-18,516	34,544	-2,371	-19,946	-13,611
종업원급여	19,760	23,881	23,034	22,598	23,770	24,697
감가상각비, 무형자산상각비	8,735	11,398	10,315	8,428	10,944	12,017
운반비	1,071	1,733	793	3,097	4,468	5,840
기타매출원가	30,656	30,929	20,526	12,013	14,095	14,985
매출총이익	69,830	122,909	82,522	70,515	89,312	169,834
GPM(%)	15.9%	22.7%	17.0%	18.1%	15.9%	23.1%

출처: RFS Team 1

원재료 및 소모품의 사용 및 상품 매입 항목의 경우, 전사 비용의 75.5%를 차지하여 동사의 전체 수익성에 가장 큰 영향을 미친다. 동사의 원재료 및 소모품, 상품 가격은 철강 가격에 민감하다. 하지만 IR콜을 통해 Caterpillar와의 계약 구조 상 판가 협상 시 원재료 가격 상승분이 100% 전가됨을 확인했으며, 이에 원재료 단가 상승이 동사에게 미치는 영향은 제한적이라 판단했다.

매출액 단위당 원재료 매입비용 추정

(단위: 백만 원, 원) 인건비 추정 Table

(단위: 백만 원)

철강 가격 상승시 매입비용 추정			
(단위: 백만 원, 원)	2020	2021	2022
매출액	311,241	438,324	541,014
원재료 매입비용	213,622	347,223	368,680
매출액 단위당 매입비용	0.69	0.79	0.68
YoY		15.4%	-14.0%

출처: RFS Team 1

인건비 추정			
(단위: 백만 원)	2024	2025E	2026E
인건비 총액	38,319	39,545	41,087
원가	22,598	23,321	24,230
비중(%)	59.0%	59.0%	59.0%
판관비	15,721	16,224	16,857
비중(%)	41.0%	41.0%	41.0%
직원 수	207	207	207
인원당 매출	1,887	2,342	2,778
인당 인건비	185	191	198

출처: RFS Team 1

따라서 Caterpillar를 제외하고, 판가 협상 가능성이 불확실한 타 고객사의 원재료 리스크를 반영하기 위해 철강 가격이 급등했던 '21년 동사의 매출액 대비 원재료 매입비용 YoY 15.4%를 적용했다. 이는 정치적 불확실성이 완전히 해소되지 않았음에 기인한다.

감가상각비 및 무형자산상각비의 경우, '26년부터 신규 CAPA 증설에 의해 증가할 예정이다. '26년 말까지 동사의 CAPA는 '25년 내 2개 공장, '26년 중 2개 공장 완공으로 현재 대비 42.9% 증가한 1조 원이 예상된다. 동사가 정액법을 채택하기에 증가율에 기간에 비례한 가중치를 설정하여 감가상각비를 추정하였다.

급여의 경우, 0 Flat 적용한 '25년 직원 수와, 명목임금상승률 전망치를 가중한 인당 인건비를 곱하여 인건비 총액을 산출하였다. 또한 '21~'24년 3Y 인건비 총액 대비 매출원가 종업원 급여 비중 Average Flat 60.1% 적용하여 매출원가 종업원 급여를 추정하였다.

VIII. Valuation

동사의 Valuation 기법으로 Historical PER법을 선택했다. 이에 따른 **목표 주가는 17,300원, 상승여력 35.2%, 투자의견 BUY를 제시한다.**

본 팀은 '21년도의 평균 PER을 주가 산출에 활용했다. 우선 동사는 미국 리쇼어링의 최대 수혜주로 떠오를 전망이다. 수요 급증이 가장 두드러지는 미국을 포함하여 유럽, 중동 지역에서의 매출 성장세가 눈에 띄는 것이며, 계약구조와 Lagging 효과 등 '26년도까지 점진적인 바텀라인 개선 가능성 또한 높다.

이렇듯 실적 개선이 예상되며, 동사는 CAPA 확보를 통해 이를 실현해낼 것이다. 따라서 수익 개선과 CAPA 증설 효과를 모두 반영할 수 있는 PER법을 적용하는 것이 가장 합리적이라고 판단했다. 본 팀은 리쇼어링 정책이 상승 모멘텀으로 작용했던 바이든 정부 초창기와의 유사성에 주목했다. 분석 결과, 정책 시행 연도별 주가 등락에서 유의미한 특징을 확인했다. 이에 따라 현 시점과 동일한 정책 시행 1년차('21년도)의 평균 PER을 Multiple로 상정하여 주가를 산출했다.

또한 타 Valuation 기법 적용의 적합성에 대해 점검했으며, 그 결과 Historical PER법이 가장 적합함을 확인했다. 우선, PEER PER은 적합하지 않다고 판단했다. 과거 우크라이나 재건 관련주로 분류되어 급등과 급락을 반복했던 주가는 새로운 양상을 띤다. 특히 Caterpillar, AECOM 등 미국 내 건설 및 건설기계사와 비슷한 양상의 주가 흐름을 보이고 있으나 이들 기업과 동사 간에는 시장의 차이가 존재하며, 이 때문에 위 기업의 Multiple 적용은 적합하지 못하다. 이외에도 EV/EBITDA의 경우, CapEx 확대에 따른 효과를 반영하지 못하기에 배제했으며, 당장 실적 개선을 반영하지 못하는 DCF법 또한 제외했다.

Valuation Table은 아래와 같다.

Historical PER Valuation Table

진성티아씨 PER Valuation			
2025E 당기순이익	28,615 (백만 원)	(A)	
Target P/E	13.6 (배)	(B)	
적정 기업가치	3,897 (억 원)	(C) = (A)*(B)	
발행 주식 수	22,482 (천 주)	(D)	
적정주가	17,335 원	(E) = (C)/(D)	
Target Price	17,300 원	목표주가	
Current Price	12,800 원	25.09.23 기준	
Upside	35.2 %		

출처: RFS Team 1

예상 포괄손익계산서 (요약) (단위: 십억 원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	485.1	390.5	563.3	736.4
매출원가	402.6	320.0	474.0	566.5
매출총이익	82.5	70.5	89.3	169.8
판매비와관리비	42.9	46.1	49.2	53.0
영업이익	39.6	24.4	40.1	116.8
비영업손익	(0.1)	0.4	(3.5)	(7.9)
금융손익	(2.1)	2.9	(4.5)	(8.9)
기타손익	0.7	1.2	1.0	1.0
세전계속사업손익	38.3	28.5	36.6	109.0
법인세 비용	(9.9)	(7.6)	(8.0)	(25.9)
계속사업이익	28.4	21.0	28.6	83.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	28.4	21.0	28.6	83.0
지배주주	28.4	21.0	28.6	83.0
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.0	13.2	6.6	9.9
총포괄이익	28.4	34.2	35.2	92.9
지배주주	28.4	34.2	35.2	92.9
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	51.2	34.3	12.5	13.8
FCF	41.0	27.9	(13.0)	(17.0)
EBITDA 마진율 (%)	1.1	0.9	0.3	0.3
영업이익률 (%)	0.8	0.6	7.1	15.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.6	0.5	0.9	1.2

예상 현금흐름표 (요약) (단위: 십 억 원)	2023	2024	2025E	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	88	49	19	23
당기순이익	28	2	26	38
감가상각비	12	10	14	15
기타현금수익비용	16	12	(1)	(1)
영업활동자산부채변동	57	14	(21)	(30)
매출채권감소	12	25	(22)	(26)
재고자산감소	49	8	(12)	(20)
매입채무증가	(1)	(20)	13	16
기타자산부채변동	-4	-	-	-
투자활동으로 인한 현금흐름	(5)	(38)	(32)	(39)
유형자산처분	(5)	(27)	(31)	(38)
무형자산감소	(1)	0	0	0
투자자산감소	1	(10)	(1)	(1)
기타투자활동	0	(1)	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(22)	12	(8)	(12)
차입금의 증가	62	74	0	0
자본의 증가	(73)	(55)	(4)	(6)
배당금의 지급	(4)	(3)	(4)	(6)
기타재무활동	(6)	(4)	0	0
현금 및 현금성 자산의 증가	61	29	(17)	(23)
기초현금	36	97	126	108

예상 재무상태표 (요약) (단위: 십억 원)	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	294.9	317.2	334.0	357.0
현금 및 현금성자산	96.7	125.8	108.0	86.0
매출채권 및 기타채권	112.9	97.9	120.0	146.0
재고자산	80.0	78.4	90.0	110.0
기타유동자산	5.3	15.1	16.0	15.0
비유동자산	108.0	138.2	157.0	182.0
투자자산	4.3	4.9	4.0	5.0
유형자산	93.5	122.6	141.0	164.0
무형자산	6.9	6.7	6	6
자산총계	402.9	455.4	491.0	539.0
유동부채	151.0	174.0	188.8	204.8
매입채무 및 기타채무	70.0	62.0	76.8	92.8
단기금융부채	64.0	93.0	93.0	93.0
기타유동부채	17.0	19.0	19.0	19.0
비유동부채	21.0	20.0	20.0	20.0
장기금융부채	16.0	15.0	15.0	15.0
기타비유동부채	5.0	5.0	5.0	5.0
부채총계	172.0	194.0	208.8	224.8
지배주주지분	243.5	260.2	282.2	314.2
자본금	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	34.0	34.0	34.0	34.0
이익잉여금	198.3	215.0	237.0	269.0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	243.5	260.2	282.2	314.2

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2023	2024	2025E	2026E
P/E (x)	8.4	9.4	13.6	13.6
P/B (x)	1.0	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.7	5.7	4.80	4.20
EPS (원)	1,264	932	1,553	2,716
BPS (원)	11,023	12,365	12,654	14,068
DPS (원)	200.0	200.0	300	430
배당성향 (%)	14.0	19.0	15.0	16.0
배당수익률 (%)	1.9	2.3	2.4	3.4
매출액증가율 (%)	-10.3	-19.5	13.9	22
EBITDA증가율 (%)	-35.2	-33.0	60.4	67.4
영업이익증가율 (%)	-40.3	-38.3	76	83
EPS증가율 (%)	-37.5	-26.3	66.6	74.9
매출채권 회전일수	85.7	94.3	89.3	91.2
재고자산 회전일수	78.7	74.0	82.7	89.4
매입채무 회전일수	45.9	51.4	57.1	58.0
ROA (%)	7.1	4.9	5.5	7.3
ROE (%)	12.9	8.5	9.6	12.6
ROIC (%)	14.8	7.3	12.6	13.5
부채비율 (%)	73.5	73.6	72.5	70.4
유동비율 (%)	196.9	183.2	179	176
이자보상배율(%)	8.5	3.9	6.2	7.8